



Analyst Group

SCANDINAVIAN CHEMOTeCH AB (PUBL)

SÄLJER EN MEDCINTEKNISK UTRUSTNING FÖR
BEHANDLING AV CANCER

2018-08-24

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER: JAKOB LEMBKE



ept. Oct. July. June. Aug. 5

7 5 3

Analyst Groups grundare arbetade från 2011 för en av de då främsta fondkommissionerna under sin studietid, där de bevakade svenska småbolag. De lärde känna varandra och kom till insikt att det då fanns undermålig information och analys rörande små- och medelstora bolag. Tillsammans grundade de därför Analyst Group tidigt 2014, med visionen att belysa och sprida korrekt information om intressanta små- och medelstora bolag.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm. Samtidigt bejakar vi våra rötter och har kontor kvar i Lund. Vidare samarbetar och håller vi regelbundna utbildningar inom värdering och aktieanalys vid Lunds Universitet.

Vår ambition är att skriva korrekta och objektiva analyser. Vi erbjuder därför två typer av analys. Dels erbjuder vi bolag som vi anser intressanta att på uppdrag utföra analyser mot ersättning. Merparten av våra analyser är dock helt oberoende på bolag som vi anser ha särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att skapa en digital plattform där vi presenterar information och investeringsidéer. Vi tillhandahåller grundliga aktieanalyser som konkretiserar och sammanfattar bolags potential. Vi skriver för att belysa möjligheter och risker för ökad förståelse av mindre bolag. Vårt mål är att skapa ett ökat intresse för det vi på Analyst Group brinner för, nämligen aktier.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Under 2017 har vi utarbetat en ny policy. Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Scandinavian ChemoTech AB (publ) ("ChemoTech" eller "Bolaget") verkar på marknaden för medicinteknik. Bolaget har utvecklat IQWave™ som avses att användas vid behandling av cancer, genom elektrokemoterapi. Detta innebär att tumörer utsätts för elektriska pulser vilket gör att cellerna öppnar sig och cytostatika kan tränga in i cellen. Försäljningen utgörs dels av IQWave™-enheter samt behandlingskit som förbrukas löpande. Bolaget fokuserar primärt på länder i Asien och har levererat två ordentliga orders. Vidare har ChemoTech partner- och distributörsavtal i Filippinerna, Indien, Malaysia, Myanmar och Pakistan. Den första riktiga ordern levererades i Q1-18.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q2-rapport	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos & värdering	9-10
Bull & Bear	11
Appendix	12
Disclaimer	13

SCANDINAVIAN CHEMOTeCH AB (PUBL)

SÄLJER EN MEDCINTEKNISK UTRUSTNING FÖR BEHANDLING AV CANCER



Scandinavian ChemoTech AB (publ) ("ChemoTech" eller "Bolaget") har utvecklat en behandlingsenhet som genom elektrokemoterapi kan användas vid behandling av cancer. Under det senaste året har Bolaget tecknat avtal med partners och distributörer i Filippinerna, Indien, Malaysia, Myanmar och Pakistan. Vidare har Bolaget under 2018 levererat sina två första orders samt åtagit sig att leverera ytterligare tre IQWave™-enheter. Detta gör att förutsättningar för försäljningen ska ta fart ses som goda. I ett Base scenario estimeras Bolaget 2022E ha sålt 102 IQWave™-enheter och den totala omsättningen uppgår till 40 MSEK. Med en targetmultipel om EV/Sales 3x 2022E och diskonteringsränta om 15 % uppgår det motiverade värdet per aktie till 23,6 kr vid utgången av 2018.

Affärsmodell med återkommande intäkter och stigande bruttomarginal

För behandling med ChemoTechs produkter krävs utöver IQWave™-enheten ett behandlingskit. Detta gör att Bolaget utöver försäljning av IQWave™ skapar en återkommande intäktsström. Dessa estimeras även ha högre bruttomarginaler vilket gör att lönsamheten ökar i takt med att antalet utestående IQWave™-enheter ökar.

Adresserbar marknad om 1,2 mdSEK

ChemoTechs fokus är primärt på länder i Asien och fokusmarknad uppgår till 206 000 patienter årligen, motsvarande 1,2 mdSEK. Bolaget har levererat två orders av IQWave™ och innehar partner- och distributörsavtal i Filippinerna, Indien, Malaysia, Myanmar och Pakistan. Detta gör att försäljningsutsikterna bedöms vara goda.

Motiverat värde per aktie om 23,6 SEK 2018E

I ett Base scenario estimeras ChemoTech 2022E ha sålt 102 IQWave™-enheter och den totala omsättningen estimeras uppgå till 40 MSEK. En targetmultipel om EV/Sales 3x motsvarar ett bolagsvärde om 121 MSEK 2022E. Med en diskonteringsränta om 15 % innebär det ett värde per aktie om 23,6 SEK vid utgången av 2018.

Forskningsprojekt med potentiellt årligt marknadsvärde som är 5 gånger större än befintlig marknad

ChemoTech har idag ett forskningsprojekt för smärtbehandling av sekundär skelettcancer. Denna marknad uppskattas uppgå till ett värde om 6,9 mdSEK årligen, vilket är över fem gånger större än den befintliga fokusmarknaden. Då detta ännu är i ett forskningsstadium har det inte tagits hänsyn till i värdering och kan således betraktas som en option.

Risk för ytterligare nyemission i framtiden.

Bolaget estimeras göra cirka 14 MSEK i rörelseförkluster till och positivt rörelseresultat under 2021E. Detta gör att det finns risk för ytterligare nyemission. Vidare presenterar Bolaget inte räkenskaper för hela koncernen vilket sänker transparensen.

AKTIEKURS 11,95 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (2018E)

BEAR 6,5 kr	BASE 23,6 kr	BULL 29,6 kr
-----------------------	------------------------	------------------------

SCANDINAVIAN CHEMOTeCH AB (PUBL)	
Stängningskurs (2018-08-23)	11,95
Antal Aktier	2 925 000
Market Cap (MSEK)	35,0
Nettokassa(-)/skuld(+)	-13,8
Enterprise Value (EV)	21,2
V.52 prisintervall (SEK)	9,70 – 65,00
UTVECKLING	
1 månad	10,8 %
3 månader	-13,5 %
1 år	-75,8 %
YTD	-52,1 %
HUVUDÄGARE (2018-03-31)	
Mohan Frick (privat och via bolag)	18,1 %
Hellers Medical AB	11,2 %
Johan Fällström	8,9 %
Martin Jerndal	6,5 %
Elbema Fastigheter AB	5,1 %
VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Mohan Frick
Styrelseordförande	Lars Peter Harbing
FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport Q3 2018	2018-11-15
Delårsrapport Q4 2018	2019-02-14
Prognos (Base)*	
Nettoomsättning (MSEK)	2018E 1 950 2019E 8 975 2020E 18 365
Bruttoresultat (MSEK)	609 3 521 7 845
<i>Bruttomarginal</i>	31% 39% 43%
Rörelsekostnader (MSEK)	-12 578 -12 519 -12 981
EBIT (tSEK)	-11 969 -8 998 -5 137
<i>EBIT-marginal</i>	-614% -100% -28%
EV/Sales	9,13 2,12 1,04
EV/EBIT	n.a. n.a. n.a.

*Inkluderar distributionskostnader i Bruttoresultatet.

KOMMENTAR Q2-18

Under Q2 uppvisade ChemoTech en extern omsättning om 280 tSEK, vilket var högre än vad som var förväntat. Bolaget har inte tydligt kommunicerat vilken order som levererats, men Analyst Groups bedömning är att försäljningen motsvarar en IQWave™-enhet (40 000 EUR) med avdrag för diverse distributörskostnader samt en eventuell blygsam försäljning av förbrukningsartiklar.

Under perioden presenterade ChemoTech även att en process inletts för att kvalificera IQWave™ för offentlig upphandling i Indien. Detta bedöms som ett steg i rätt riktning för att kunna realisera potentialen som finns på den indiska marknaden. På övriga marknader har utvecklingen fortsatt i oförändrad riktning. Den nytilkomna pakistanska marknaden väntas kunna generera försäljning tidigast under 2019.

Distributörsavtal i Myanmar

Efter Q2-rapporten har ChemoTech kommunicerat att IQWave™ ska lanseras i Myanmar genom distributören Gold Lite Private Limited, vilken är ett systerbolag till Bolagets distributör i Malaysia. Avtalet medför en order om minst en IQWave™-enhet. Myanmar är ett land som liknar Indien i många aspekter och där konsumtionen av betelnöt även är vanligt förekommande. Bolaget har inte kommunicerat något särskilt fokusområde men antalet drabbade med huvud- & halscancer uppgår till ca 8 000 årligen och tillsammans med andra cancertyper kan det således utgöra en väsentlig marknad. Efterfrågan på en produkt som IQWave™ bedöms på sikt som betydande då landet är eftersatt i investeringar i behandlingssystem avsedda för cancer.¹ Till exempel kan väntetiden för att genomgå strålbehandling, en konkurrerande metod till elektrokemoterapi, uppgå till fyra månader.

CE-märkning

Processen med CE-märkningen fortlöper utan större förändringar och väntas kunna ske under H2-18. Bolaget nämner i rapporten att ansökningen sammanfallit med att processen för att erhålla CE-märkning har blivit mer komplicerad och därför något utdragen. Bolaget kommunicerade även att den totala kostnadsmassan väntas minska med -200 tSEK när CE-märkningsprocessen avslutas.

Ökad transparens i Q2-rapporten

I Q2-rapporten delgav ChemoTech mer information gällande kostnader hänförliga till dotterbolaget i Singapore och övriga utländska verksamheter. Under kvartalet har ChemoTechs resultats inkluderat kostnader för verksamheter i Indien och Filippinerna om -420 respektive -100 tSEK. Vidare uppgick utlåningen till dotterbolaget i Singapore, vilken inte inkluderas i resultaträkningen, till ca 650 tSEK, vilket är i linje med tidigare kvartal. Bolaget guidar även om att de löpande kostnaderna i Singapore väntas uppgå till 220 tSEK per månad tills det att dotterbolaget når lönsamhet. I analysen som publicerades juni 2018 så påpekades att Bolagets val att inte redovisa konsoliderat bidrar till en lägre transparens. ChemoTechs val att delge information gällande kostnader för Indien och Filippinerna samt utlåningen till Singapore får ses som positivt och ett steg i rätt riktning.

Framtida utsikter

För ChemoTech är fokus framgent att fortsätta arbetet med att erhålla CE-märkningen för IQWave™. Detta öppnar möjligheterna att kunna sälja IQWave™ på flera marknader, särskilt den malaysiska där ABEX Medical Systems utgör en framstående leverantör. CE-märkning innebär även ett generellt erkännande för produkten och kan således också bidra till försäljningen på samtliga marknader.

På ett övergripande plan var rapporten i linje med vad som kunde förväntas och synen på ChemoTech är oförändrad. Bolaget väntas fortsatt kunna sälja IQWave™ på godkända marknader såsom Filippinerna och Indien samtidigt som försäljningstakten väntas öka efter att CE-märkningen erhållits vid slutet av året. Givet att Bolaget kan fortsätta i linje med den senaste perioden ser framtiden fortsatt ljus ut. Nedan följer förändringar som rapporten medfört i prognosen.

Prognos, tSEK	2018E, före Q2-18	2018E, efter Q2-18	2022E, före Q2-18	2022E, efter Q2-18
Omsättning	2 724	1 950	40 304	40 848
Rörelseresultat	-8 009	-11 969	4 438	4 936

1. Myanmar needs more X-ray machines: Union health minister, [länk](#)

INVESTERINGSIDÉ

ChemoTech har under det senaste året tecknat avtal med partners och distributörer i Filippinerna, Indien, Malaysia, Myanmar och Pakistan. Bolaget har även under 2018 levererat två orders av IQWave™-enheter samt åtagit sig att leverera ytterligare tre IQWave™-enheter. Således är Bolaget redo att bearbeta en marknad som värderas till 1,2 mdSEK.

Affärmodell som väntas ge tilltagande bruttomarginal och återkommande intäkter

ChemoTech har idag sin första färdiga behandlingsenhet IQWave™ på marknaden. För att genomföra en behandling krävs förutom IQWave™ även ett behandlingskit som tillhandahålls av ChemoTech. Dessa estimeras ha väldigt höga bruttomarginaler och i takt med att antalet sålda IQWave™-enheter ökar väntas även efterfrågan på behandlingskit ske vilket på sikt förväntas få bruttomarginalen att stiga. Vidare är behandlingskiten försedda med en så kallad NFC-tag som säkerställer att behandling inte kan ske med ett redan använt behandlingskit vilket skapar en långsiktig återkommande intäktsström.

Initial fokusmarknad har ett årligt 1,2 mdSEK

ChemoTechs uttalade initiala primära marknader utgörs av Indien, Filippinerna och vissa länder i Sydostasien, adresserbara patienter på dessa marknader uppgår idag till 206 000. En behandling har kommunicerats kosta 300 EUR (3,1 tSEK), och enligt Bolaget uppskattas en patient i snitt behöva två till tre behandlingar vilket innebär ett potentiellt marknadsvärde om 1,2 mdSEK. Försäljningsprocessen är redan igång och IQWave™ är idag godkända för försäljning i Filippinerna och Indien, samtidigt så har ChemoTech via sin distributör i Malaysia idag ett s.k. special access, vilket innebär att de kan importera produkten. Försäljningen väntas kunna inledas när Bolaget erhåller CE-märkning. Detta uppskattas av Bolaget ske under H2-18. Hittills har en IQWave™-enhet levererats till Baypointe Hospital i Filippinerna och Bolaget har åtagit sig att leverera två demoenheter till partners i Malaysia respektive Indien. Sammantaget ser försäljningsutsiktarna goda ut där ChemoTech nu, via distributörer, bearbetar flera geografiska marknader samtidigt.

206 000
PERSONER
ADRESSERAS PÅ
FOKUSMARKNAD
ER IDAG

Erfarna nyckelpositioner och insynsägande om 30 %

Bolagets VD, Mohan Frick, är medgrundare, huvudägare och besitter mångårig kunskap från medicinteknik och har tidigare arbetat för konkurrenten inom elektrokemoterapi OnMed. Styrelseordförande för det indiska dotterbolaget, Ashim Purohit, har bl.a. arbetat som VD för Getinges indiska dotterbolag, vilket gynnar ChemoTechs förutsättningar att penetrera den indiska marknaden. Insiderägandet uppgår före emissionen till cirka 30 %. Vidare har i princip samtliga av befintliga insynspersoner utom Göran Hellers åtagit sig att teckna aktier i emissionen. Detta ses som en mycket positiv indikation på insynspersoners syn på ChemoTech och dess potential.

Total försäljning estimeras uppgå till 40 MSEK 2022E

I ett Base scenario estimeras ChemoTech ha sålt totalt 102 IQWave™-enheter 2022E. Med ett snitt på 1,95 behandlingar per instrument per vecka innebär det en total omsättning 2022E om 40 MSEK. En värdering baserad på EV/Sales om 3,0x motsvarar ett bolagsvärde om 121 MSEK 2022E. Med en diskonteringsränta om 15 % motsvarar det ett värde per aktie 23,6 SEK vid utgången av 2018.

Forskningsprojekt med potentiellt marknadsvärde på 5 gånger befintlig marknad

Utöver försäljning och marknadsföring av IQWave™ bedriver ChemoTech ett forskningsprojekt för att potentiellt kunna behandla sekundär skelettcancer. En studie visar på att kostnaden för smärtlindrande behandling av sekundär skelettcancer idag uppgår till cirka 4 000 EUR (41 tSEK) / år.² ChemoTech har uttalat sig om att antalet drabbade uppgår till cirka 900 000 årligen i Europa, ChemoTech ämnar primärt adressera patienter i sent stadium vilka utgör 25 % av marknaden, vilket innebär 225 000 potentiella patienter. ChemoTech uppskattar att varje patient kräver två behandlingar och att merförsäljning av behandlingskit skulle inbringa ca 1 500 EUR (15,4 tSEK). Detta skulle innebära ett årligt marknadsvärde om 6,9 mdSEK, vilket är mer än 5 gånger större än Bolagets initiala fokusmarknad. Då projektet idag är i ett forskningsstadium och det råder osäkerhet gällande huruvida det kommer lyckas har Analyst Group valt att enbart se detta projekt som en option i värderingsidén och har således inte tagits i beaktning i värderingen.

Framtida behov externt kapital och låg transparens utgör största risker

ChemoTech verkar inom medicinteknik där marknaden generellt sett är mycket trögriplig och svårbehandlad, vilket i förlängning kan leda till svårigheter att etablera sig på nya marknader. Utifrån antagna prognoser väntas Bolaget göra cirka 14 MSEK i rörelseförluster till positivt rörelseresultat uppnå 2021E. Detta medför att det finns en betydande risk för framtida behov av externt kapital. Vidare presenterar ChemoTech inte någon concernredovisning vilket gör att detaljerad finansiell information för dotterbolagen inte synliggörs. Transparensen får därför betraktas som låg och riskprofilen som högre för en eventuell investerare.

2. *Epidemiology and Treatment Costs of Bone Metastases from Lung Cancer, 2011*

BOLAGSBESKRIVNING

ChemoTech har utvecklat IQWave™ för behandling av olika cancertyper genom elektrokemoterapi. Elektrokemoterapi är en behandlingsmetod där cancertumören utsätts för elektriska pulser som bidrar till cellgifternas möjlighet att ta sig in i cellen. Bolagets geografiska marknadsfokus är idag Indien, Filippinerna, Pakistan, Myanmar och Sydostasien.

D-EECT – IQWave™

ChemoTechs IQWave™ är idag en färdig produkt som erbjuds till marknaden. IQWave™ är en behandlingsenhet som använder sig av elektrokemoterapi för att behandla olika former av cancer. ChemoTech kallar sin egenutvecklade teknik för D-EECT, *Dynamic-ElectroEnhanced ChemoTherapy™*. Tekniken bygger på att tumören utsätts för en elektrisk spänning vilket gör att cellerna öppnar sig, vilket i sin tur leder till att cytostatika kan tränga in i cellen. Detta förhöjer effekterna av behandlingen och gör metoden mer effektiv. IQWave™ skiljer sig från traditionell endimensionell elektrokemoterapi då den skapar elektriska pulser i flera riktningar. Detta medför att behandlade ytor i större utsträckning undviks och behandlingen blir mer träffsäker och effektiv. ChemoTech utvecklar även en ny version i form av IQWave™ 3.0. Denna innehåller en tumör-databas som lagrar information om tumörer och behandling, vilket kan skapa data som möjliggör analyser av metoden. Resultatet kan ge ChemoTech underlag för ytterligare innovationer.

Affärsmodell

IQWave™ marknadsförs idag primärt mot Indien, Filippinerna och länder i sydostasien. För att nå ut till sjukhus och kliniker använder sig Bolaget av olika samarbetsavtal och distributörer. Bolaget riktar sig mot både privata och offentliga kunder. Vid behandling krävs förutom IQWave™ även förbrukningsartiklar i form av Bolagets patentansökta elektroder (byts för varje behandling) och ett handverktyg (används fler gånger) som elektroderna fästs i. Dessa förbrukningsartiklar säljs tillsammans som ett behandlingskit som tillhandahålls av ChemoTech och behöver beställas löpande efter behov. För att säkerställa att ChemoTechs förbrukningsartiklar används är behandlingskitet utrustat med en NFC-tag vilket gör att apparaten inte fungerar om inte nya engångsartiklar från ChemoTech används. Detta är dels för att tredjepartsprodukter inte ska kunna användas samt även för att säkerställa att kliniken byter ut förbrukningsartiklarna till varje behandling.

Intäktsmodell

ChemoTech har två primära intäktsströmmar:

- Försäljning av behandlingsenheterna. IQWave™ har ett kommunicerat pris om 40 000 EUR (409 tSEK) mot utvecklingsländer. Bolaget har även sålt demoexemplar till distributörer, vilka har sålts för 17 000 EUR (174 tSEK).
- Försäljning av behandlingskiten förses löpande till sjukhus och har en intäkt om cirka 300 EUR (3,1 tSEK) per behandling. En patient genomgår oftast mellan 2-3 behandlingar.

Kostnadsdrivare

Bolagets kostnader utgörs av kostnader för IQWave™-enheterna och behandlingskit som säljs till kunder, dessa väntas öka linjärt i takt med att försäljningen ökar. För att ta produkten till marknaden använder sig Bolaget av olika samarbeten och distributörer. Dessa utgör en kostnad och ersättningsmodellen för dessa är en så kallad intäktsfördelning vilket innebär att de erhåller en fast andel av intäkterna från slutkunden. Vidare utvecklar ChemoTech befintliga och nya produkter vilket innebär kostnader för utveckling och studier för marknadsgodkännande.

Strategisk utsikt

Under det senaste året har ChemoTech arbetat för att kommersialisera IQWave™. Q1-18 levererades en IQWave™-enhet till Baypointe Hospital i Filippinerna, vilka Bolaget även tecknat ett samarbetsavtal med. Vidare har ChemoTech tecknat distributionsavtal med företag i Indien och Malaysia som också beställt demoexemplar av IQWave™. Framgent är fokus för ChemoTech att fortsätta bearbeta fokusmarknaderna i Asien och fortsatt etablera IQWave™.

Bolaget har i närtid valt att prioritera samtliga resurser till kommersialisering av IQWave™ på fokusmarknaderna i Asien. På längre sikt har ChemoTech ambitioner om att lansera produkter för behandling av andra cancertyper. Bolagets mest långtgående utvecklingsprojekt är D-EEPC, *Dynamic-ElectroEnhanced Pain Control™*, som primärt ämnar att behandla sekundär skelettcancer.

MARKNAD

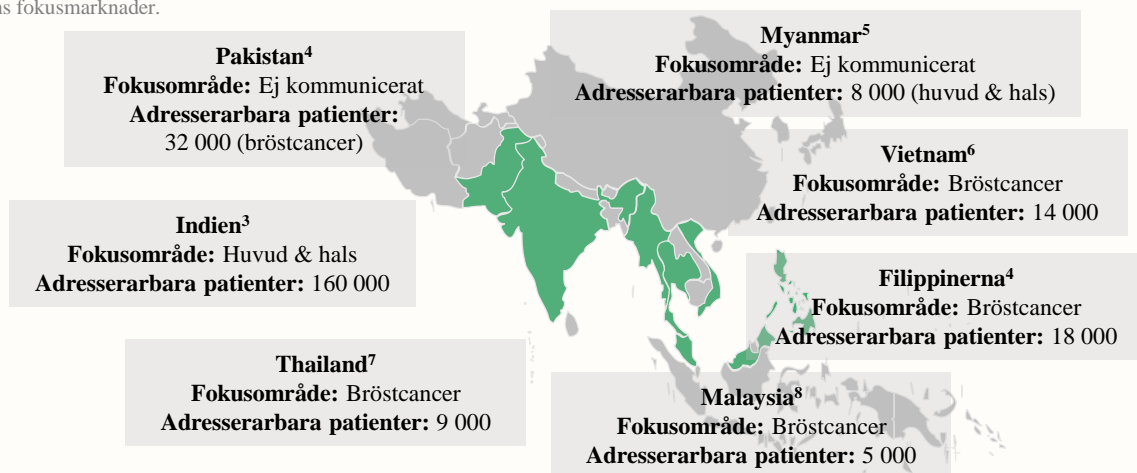
Fokusmarknader

IQWave™ kan behandla en rad olika former av cancer. Utifrån detta har Bolaget valt att fokusera på olika cancertyper på olika geografiska marknader.

- **Indien** – På den indiska marknaden har Bolaget primärt valt att fokusera på huvud- och halscancer, en av de vanligaste cancerformerna i Indien är cancer i munhålan. Detta beror bland annat på att många använder en sorts tuggtobak, så kallad betelnöt, vilken är mycket cancerogen.³
- **Övriga marknader** – På resterande fokusmarknader har ChemoTech kommunicerat att initialt fokus ligger på bröstcancer. För Pakistan och Myanmar har fokusområde ej kommunicerats.

Totalt antal adresserbara patienter uppgår till 206 000 årligen. (exklusive Pakistan & Myanmar)

ChemoTechs fokusmarknader.



Konkurrens

ChemoTech konkurrerar i Asien primärt mot andra behandlingsformer såsom kirurgi, traditionell kemoterapi samt strålbehandling. En behandlingsmetod som kirurgi är dock till viss del begränsad vid behandling av huvud- och halscancer då felgrepp kan få förödande konsekvenser.⁹ Vidare söker patienter i denna del av världen ofta vård i senare skeden vilket bidrar till att behandlingar med traditionella metoder försvåras.¹⁰

Exempel på andra aktörer som tillhandahåller behandling enheter med elektrokemoterapi utgörs av IGEA och OnMed. IGEA dominerar den europeiska marknaden med sin produkt Cliniporator. Denna väger dock cirka 60 kg, till skillnad från IQWave™ som väger 5 kg, och kostnaden för varje enskild behandling är cirka tre gånger mer än för IQWave™. Cliniporator är därmed inte optimalt anpassad för ChemoTechs marknad. OnMed omsatte år 2016 458 tSEK och bedöms således inte ha en omfattande försäljning. Utifrån detta anses Bolagets primära motstånd för att etablera sig på marknaden utgöras av de traditionella behandlingsteknikerna.

Kommersialisering

Vid kommersialisering av medicinska instrument krävs ett marknadsgodkännande på respektive marknad. Processen innefattar att en medicinsk studie görs i respektive land där tillstånd söks, vilket bidrar till att processerna kan bli långdragna. IQWave™ är idag godkänd för behandling i Filippinerna och Indien, vidare har Bolagets distributionspartner i Malaysia erhållit så kallad special access vilket innebär att de kan importera IQWave™. På den malaysiska marknaden inväntar Bolaget CE-märkningen av IQWave™ innan försäljning kan inledas. CE-märkningen väntas enligt ChemoTech erhållas under H2-18.

3. ChemoTech Memorandum

4. Cancer prevalence, incidence and mortality rates in Pakistan in 2012,

5. Human Resources For Treating New Cancer Cases In Myanmar

6. Breast cancer services in Vietnam: a scoping review

7. National and Subnational Population-Based Incidence of Cancer in Thailand: Assessing Cancers with the Highest Burdens

8. Overview of Breast Cancer in Malaysian Women: A Problem with Late Diagnosis

9. Electrochemotherapy – An easy, highly effective and safe treatment of cutaneous and subcutaneous metastases: Results of ESOPÉ

10. ChemoTech Memorandum

FINANSIELL PROGNOSS

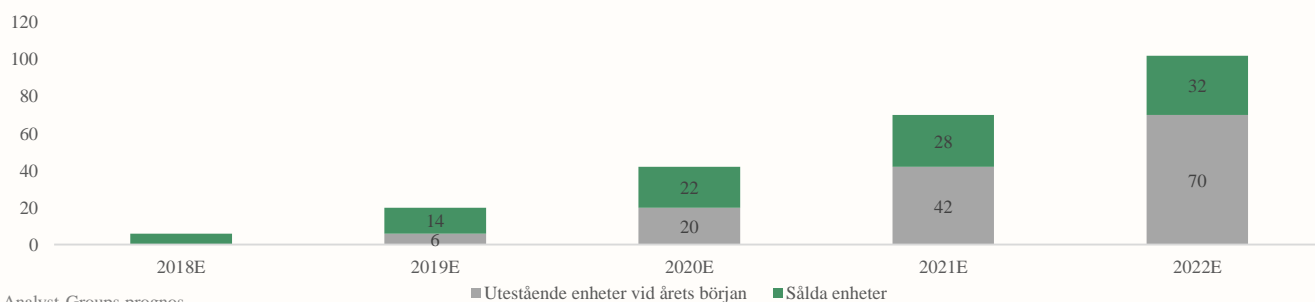
ChemoTech upprättar ingen koncernredovisning, till följd av detta framgår inte den totala utvecklingen av Bolagets redovisade räkenskaper för moderbolaget. Nedan avser totala intäkter och kostnader för ChemoTech och dess dotterbolag.

Försäljning av IQWave™-enheter

ChemoTechs produkt IQWave™ är idag godkänd för försäljning på den filippinska och indiska marknaden. Bolaget har under våren 2018 levererat en order till ett sjukhus i Filippinerna som sedermera även ingått ett samarbetsavtal med ChemoTech. Vidare har Bolaget avtal med malaysiska distributören ABEX som erhållit en så kallad special access att importera IQWave™. ABEX är en väletablerad leverantör av medicinteknik i Sydostasien och har 350 anställda. Försäljningen i denna kanal väntas kunna inledas när ChemoTech erhåller CE-märkning för IQWave™. Försäljningspriset förväntas uppgå till 40 000 EUR (cirka 409 tSEK) per IQWave™-enhet. ChemoTech har hittills levererat två IQWave™ och har orders på ytterligare tre enheter, varav en avser demoenhet. Under resterande delen av året förväntas ChemoTech kunna leverera ytterligare fyra IQWave™-enheter.

Försäljningen av IQWave™-enheter förväntas öka exponentiellt till 2022E.

Prognostiserad försäljning av IQWave™-enheter 2018E-2022E.



Analyst Groups prognos

Försäljning av behandlingskit

För en av IQWave™ berörd patient tar ett läkarbesök cirka 1h varav själva behandlingen med IQWave™ uppgår till 20 min. IQWave™-enheten är utformad i en portabel design och väger endast 5 kg vilket gör att den snabbt kan förflyttas mellan ex. olika behandlingsrum. Det gör att den potentiella belägningsgraden är hög, en schablonmässig beräkning där en behandling tar 1h, behandling sker 7h per dag, 5 dagar i veckan ger en maximal beläggning om 35 behandlingar i veckan. ChemoTech har kommunicerat att fokus ligger på att sälja till kliniker och sjukhus som kan göra minst 2-3 till behandlingar i veckan. Utifrån detta görs ett defensivt antagande om att antalet behandlingar uppgår till 2 per vecka per aktiv IQWave™-enhet. Varje behandling kräver ett behandlingskit som kommunicerats kosta 300 EUR (cirka 3,1 tSEK). Antalet behandlingar har nedan justerats för behandlingskit i viss omfattning antas ingå vid försäljning av IQWave™-enheter. För de kommunicerade ordererna av demosystem antas en behandlingsgrad om 0,5 behandlingar per vecka.

Behandlingar	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Behandlingar per vecka per enhet	0,82	1,70	1,90	1,95	1,97
Antal genomförda behandlingar	106	1 102	3 016	5 668	8 788
Intäkt per behandling, EUR	58	273	292	300	300

ChemoTech rekommenderar till slutkunden att varje patient genomgår två till tre behandlingar. Vid antagande om att varje patient genomgår två behandlingar motsvarar ovanstående 4 394 behandlade patienter för året 2022. 4 394 patienter motsvarar cirka 2,1 % av den årliga initiala fokusmarknaden Asien.¹²

Penetration	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Antal behandlade patienter	53	551	1 508	2 834	4 394
Implicerad penetration	0,03%	0,27%	0,73%	1,38%	2,13%

12. Exkluderar Pakistan och Myanmar.

FINANSIELL PROGNOSS & VÄRDERING

Bruttokostnader

IQWave™-enheterna estimeras ha en bruttokostnad om 102 tSEK, vid ett försäljningspris om 409 tSEK motsvarar det en bruttomarginal om 75 %. Kostnaden kan sättas i relation till priset för demoenheterna om motsvarande 174 tSEK som kan antas vara i närheten av IQWave™-enheternas bruttokostnad. Det ska dock påpekas att det efter detta tillkommer distributionskostnader. Kostnaden per instrument anses vara konstant men skulle på sikt vid betydande ökning i volym kunna sjunka. Kostnaderna för behandlingskit estimeras uppgå till drygt 0,6 tSEK per kit, vid ett försäljningspris om 3,1 tSEK motsvarar det en bruttomarginal om 79 %. Då ChemoTech i senaste rapporten redovisat en försäljning med avdrag för distributörer har den förväntade distributörskostnaden inkluderats i bruttomarginalen nedan.

Rörelsekostnader

Resterande kostnader estimeras primärt utgöras av kostnader för distributörer. Dessa väntas öka linjärt med försäljningen då Bolagets strategi primärt är att nå marknader via distributörer. Övriga kostnader såsom för administration, ledning och forskning estimeras växa i lägre takt än försäljningen. Utifrån ovanstående väntas ChemoTech visa ett positivt rörelseresultat under 2021.

Prognos, tSEK	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Omsättning	1 944	8 975	18 365	29 417	40 848
Bruttoresultat	609	3 521	7 845	13 275	19 024
<i>Bruttomarginal</i>	<i>35%</i>	<i>41%</i>	<i>45%</i>	<i>47%</i>	<i>48%</i>
Rörelseresultat	-11 969	-8 998	-5 137	-246	4 936
<i>Rörelsemarginal</i>	<i>-614%</i>	<i>-100%</i>	<i>-28%</i>	<i>-1%</i>	<i>12%</i>

Peers	EV/S
C-rad	5,9
RaySearch	7,2
ScandiDos	2,5
Snitt	5,2

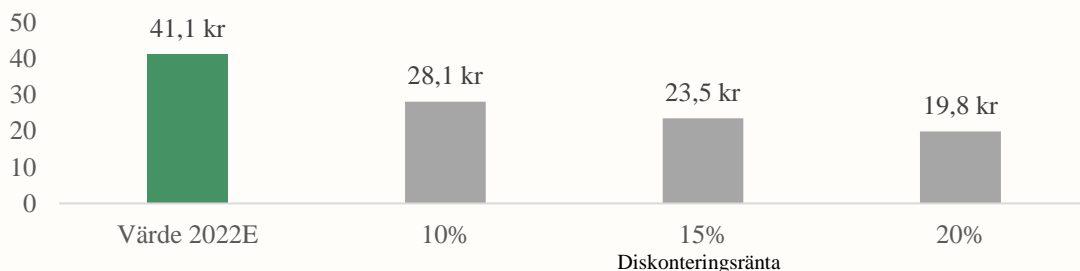
Värdering

Värderingen baseras på EV/Sales för 2022E diskonterat. Targetmultipeln 2022 antas 3x, vilken kan jämföras med tre andra svenska bolag verksamma inom cancer som handlas till ett snitt om 5,2x. Det ska dock betonas att RaySearch säljer mjukvara vilket gör att den potentiella marginalen kan antas vara högre och således även den motiverade EV/Sales-multipeln. Givet att ChemoTech på lång sikt kan nå rörelsemarginal om 20 % implicerar EV/Sales om 3x en EV/EBIT om 15x, vilket inte bör ses som ansträngt. Utifrån ovan motiveras ett bolagsvärde 2022E om 122,5 MSEK.

Med en diskonteringsränta om 15 % motsvarar det diskonterade Bolagsvärdet värde per aktie om 23,5 SEK vid utgången av 2018.¹³ Nedan presenteras det diskonterade värdet per aktie vid utgången av 2018 givet olika diskonteringsräntor.

Diskonterat värde per aktie uppgår till 23,6 kr vid 2018, givet en diskonteringsränta om 15 %.

Diskonterat värde per aktie 2018 givet olika diskonteringsräntor.



Analyst Groups prognos

23,6 KR

DISKONTERAT
VÄRDE PER AKTIE
VID UTGÅNGEN AV
2018

Framtida kapitalbehov

Utifrån ovanstående prognos estimeras ChemoTech göra rörelseförsluster om cirka 14 MSEK till 2021 då Bolaget visa ett positivt resultat. Detta innebär att det finns en risk för att det finns behov för ytterligare externt kapital i framtiden vilket kan innebära utspädning för befintliga aktieägare. Då det ligger i framtiden och är förenat med antaganden har det inte tagits hänsyn till detta i värderingen men bör tas i beaktning.

¹³. Baserat på antal aktier efter emissionen

BULL & BEAR

Bull scenario

I ett Bull scenario väntas ChemoTech kunna sälja IQWave™-enheter i högre takt. Detta medför även att antalet behandlingar i snabbare takt ökar och efterfrågan på behandlingskiten stiger snabbare. Vidare antas ChemoTech kunna sluta avtal med ett sjukhus som har möjligt till en högre behandlingsfrekvens vilket gör att antalet behandlingar på sikt väntas öka. Priset på behandlingskiten antas konstant till 3,1 tSEK (300 EUR), vilket är i linje med Base scenariot.

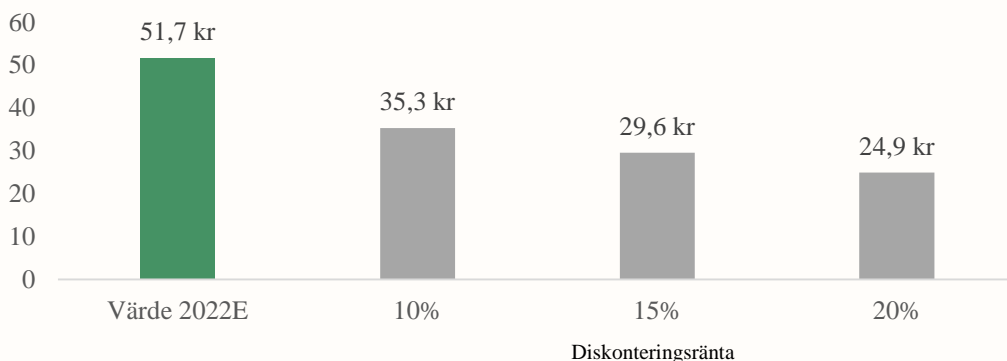
Prognos Bull scenario, tSEK	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Utestående IQWave™-enheter	8	24	48	80	120
Behandlingar per vecka per enhet	1,64	1,97	2,11	2,12	2,13
Omsättning	3 706	11 108	21 460	34 790	50 416
Rörelseresultat	-7 590	-5 205	-1 841	2 925	8 547

Värderingen baseras på EV/Sales för 2022E diskonterat till utgången av 2018. Targetmultipeln 2022 antas 3x, vilket är i linje med Base scenariot. Då ChemoTech 2022E estimeras göra ett rörelseresultat om 8,5 MSEK motsvarar EV/Sales 3,0 en EV/EBIT om 17,7x. Utifrån ovan motiveras ett bolagsvärde 2022E om 151 MSEK. Värdering tar inte hänsyn till Bolagets forskningsprojekt vilket skulle kunna utgöra ytterligare värde. Vidare baseras värderingen på befintlig kapitalstruktur och det finns en risk att Bolaget kan vara i behov av ytterligare externt kapital i framtiden vilket kan medföra en negativ utspädningseffekt.

29,6 KR
DISKONTERAT
VÄRDE PER AKTIE
VID UTGÅNGEN AV
2018

Diskonterat värde per aktie uppgår till 29,6 kr vid 2018, givet en diskonteringsränta om 15 %.

Diskonterat värde per aktie 2018 givet olika diskonteringsräntor.



Analyst Groups prognos

Bear scenario

I ett Bear scenario väntas försäljningsprocesserna vara långdragna och Bolagets försäljning av IQWave™ är lägre än i Base scenario. Detta kan härröras från en konservatism i marknaden där de potentiella kunderna i lägre grad väljer att använda sig av elektrokemoterapi. Vidare väntas det även medföra att behandlingsfrekvensen per IQWave™-enhet blir lägre. Vid utgången av 2022E estimeras antal utestående IQWave™-enheter vara 35 stycken.

Prognos Bear scenario, tSEK	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Utestående IQWave™-enheter	4	7	15	25	35
Behandlingar per vecka per enhet	1,08	1,19	1,39	1,45	1,47
Omsättning	1 606	2 077	5 470	8 720	11 114
Rörelseresultat	-7 446	-8 236	-6 757	-5 644	-4 908

6,5 KR
DISKONTERAT
VÄRDE PER AKTIE
VID UTGÅNGEN AV
2018

Med en targetmultipel om EV/Sales 3x värderas Bolaget 2022E till 33 MSEK. Med en diskonteringsränta om 15 % motsvarar vid utgången av 2018E en värdering om 19 MSEK och värde per aktie om 6,5 SEK. I ett Bear scenario kan ChemoTech även väntas vara i behov av externt kapital då den prognostiserade kassan väntas vara förbrukad under 2019E. Detta skulle innebära utspädningseffekter och en negativ påverkan på aktiekursen. Det kan nämnas att även i ett Bear scenario kan Bolagets forskningsprojekt utgöra ytterligare värde, något som inte inkluderats i nuvarande scenario till följd att det är svårt att kvantifiera. Utvärdering av Bolagets forskningsprojekt får ske löpande.

VD-INTERVJU, MOHAN FRICK



ChemoTech har nu under de två senaste kvartalen lyckats generera en signifikant omsättning, vad har varit nyckelfaktorerna till att ni nu har kunnat inleda försäljning av IQWave™?

Vi har under de senaste två åren byggt upp många försäljningsprojekt, där intresset för IQWave™ så här långt har varit mycket positivt. Sedan inledningen av året kan vi se effekten av dessa projekt, då flera av dem har lett till försäljning. Vår ambition är att kunna korta dessa processer, vilket skall ske genom att IQWave™ blir mer känd i de länder som vi är verksamma. Det finns emellertid stora diskrepanser i huruvida respektive marknads läkare väljer att uppmärksamma och anamma de trender som sker i Europa och västvärlden. I Indien fäster man inte så stort vikt vid vad som görs eller blir gjort i Europa. I Pakistan och Filippinerna ser vi ett rakt motsatt förhållningsätt, då de gärna följer europeiska och amerikanska utvecklingsriktningar.

Under kvartalet har ni inlett samarbete i MedLab Services och öppnat upp den pakistanska marknaden, hur ser ni på potentialen där i förhållande till era övriga marknader?

Pakistan är en mycket stor marknad som på många områden har ett större utbyte med västvärlden än Indien. Det finns redan många läkare som känner till elektrokemoterapi, vilket naturligtvis har underlättat för oss att hitta en bra distributör. Vi befinner oss ännu i starten av etablering på denna marknad. Det innebär att det är för tidigt att analysera om våra målsättningar, men vi har en hög tilltro till att Pakistan kan komma att bli en stor framtida marknad.

Precis som i Indien är konsumtionen av betelnöt vanligt förekommande i Myanmar. Om man bortser ländernas skillnader i befolkningens mängd, ser ni liknande marknadspotential i Myanmar?

Vår lansering i Myanmar känns betydligt rakare och enklare jämfört med Indien, då cancervården i Myanmar är centraliserad till två städer, Yangon och Mandalay. Tillgängligheten till strålterapi är betydligt mer begränsad i Myanmar än i Indien. Detta medför att behovet av IQWave™ i princip är akut. Enligt våra distributörer är väntetiden för strålning i Myanmar över sex månader, vilket är associerat med direkt fara för många patienter. Sjukhusen i Myanmar uppvisade ett stort intresse för IQWave™ och D-EECT, när VD Mohan Frick tillsammans med distributören var på besök i deras. Både ChemoTech och vår distributör Gold Lite ser en stor marknadspotential i Myanmar. Gold Lite har många års erfarenhet av att arbeta med strålterapi, som distributörer för Elekta. Gold Lite ser att IQWave™ D-EECT är ett avsevärt enklare system att sälja in jämfört med strålterapi. Strålterapi kräver flera år av förhandlingar och installationsprocesser. Även sjukhusen ser positivt på detta i väntan på att nya strålningsbunkrar byggs upp, i syfte att tillåta installation av strålknivarna från Elekta.

Gold Lite Limited är ett systerbolag till er välrenommerade malaysiska distributör ABEX Medical Systems, är Gold Lite Limited jämförbart eller skiljer de sig åt på något sätt?

I princip skiljer de sig inte åt. I likhet med ABEX är Gold Lite också distributör för Electa i Myanmar. ChemoTech ser ABEX och Gold Lite som en och samma samarbetspartner. Det är emellertid viktigt att notera att ChemoTech har som policy att alltid ha enskilda avtal för varje territorium/land, oavsett om det är samma partner eller inte.

På den malaysiska marknaden inväntar ni CE-märkningen för att kunna inleda försäljning. Vad ser ni för försäljningsutveckling i Malaysia när CE-märkningen erhålls?

I Malaysia har vår distributör redan startat rekrytering av IQWave™-dedikerad personal och påbörjat den aktiva marknadsföringen av IQWave™. De har endast varit igång under en kort tid, men har redan fått ett oerhört bra mottagande från läkare. Oberoende av landets ringa storlek, i förhållande till våra andra marknader, ser vi mycket positivt på framtiden i Malaysia. Vår distributör har presenterat en affärsplan som visar på en stor potential.

VD-INTERVJU, MOHAN FRICK

I rapporten nämner ni att dotterbolaget i Singapore har förväntats ha kostnader om ca 220 tSEK per månad framöver, vill du utveckla lite för vad dessa kostnader är hänförliga och vilken typ av verksamhet ni bedriver där?

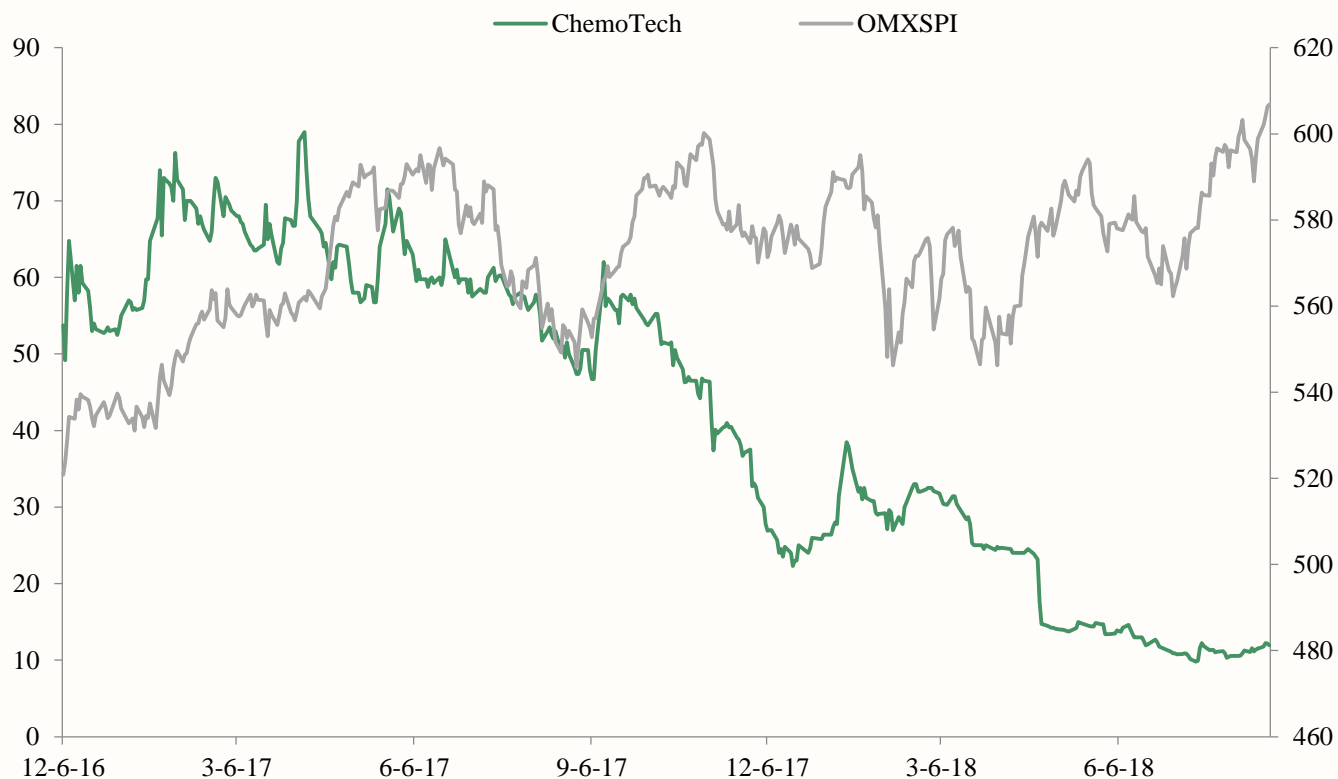
Etableringen av vårt centrala marknadskontor i Singapore, har medfört att vi har flyttat samtliga kostnader avseende marknadsföring och försäljning till detta bolag. Kostnaderna inkluderar administration, personalkostnader och ca 70% av koncernens totala resekostnader. Personalkostnaderna utgörs av kostnader för ChemoTechs VD, som numera är baserad i Singapore, samt för vår distributör i Filippinerna, som är att betrakta som en anställd. I takt med att försäljningsintäkterna infinner sig, kommer vi att se ett vist ökande av kostnaderna i Singapore. Vår strategi är att öka takten succesivt. Vi kommer därför att, inom den närmaste framtiden, behöva anställa fler säljare som kan driva distributörerna i Sydostasien.

Vad kommer att vara ChemoTechs främsta fokusområden under resterande delen av året samt nästa år?

Slutförandet av CE-märkningen är naturligtvis vårt främsta mål. Parallellt med detta skall vi även satsa på att driva alla våra heta prospekt i mål till försäljning samt se över möjligheterna att öppna minst två nya marknader. Innan året är slut skall vi enligt vår plan vara klara med CE-märkningen. Detta möjliggör givetvis en satsning i Europa, men även i Mellanöstern som också kräver CE-märkningen.

APPENDIX

Aktiekursens utveckling sedan notering



DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Scandinavian ChemoTech AB (publ)** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018
WWW.ANALYSTGROUP.SE